

我国利率下调的经济效应分析

许经勇

1997年10月之前,经济理论界还在为是否应再调整利率而争论不休时,中央银行果断地做出降息的决定,并已于10月23日起执行。以后一段时间,经济理论界又围绕着是否应再调整利率问题,展开了争论。在这种背景下,对前三次降息的经济效应进行实事求是的分析,便具有重要的现实意义。

自1996年5月开始不到一年半的时间里,中央银行相继三次降息,而且降息的力度呈现不断加大的倾向。第三次降息,各项存款年利率平均下调1.1个百分点,各项贷款利率平均下调1.5个百分点。以一年期定期储蓄存款和一年期贷款的利率为基准比较,在第三次利率调整中,不但绝对利率降幅达到并超过前两次,而且相对降幅高达24.09%(存款)和14.28%(贷款),其强度比前两次提高25%和45%。1996年5月和8月两次存款利率平均降幅为0.98和1.5个百分点,贷款利率的平均降幅为1.5和1.2个百分点。目前银行利率已降至1987年以来的最低点。

在三次降息中,中央银行都比较明确地表示,一个重要目的就是减轻国有企业的负担,促进国有企业经营机制的转换。目前,我国国民经济整体素质和效益都不理想,国有企业的负债率过高,虽然高负债并不是国有企业效益低下的最主要因素,但沉重的利息负担毕竟压得国有企业喘不过气来。近期利率调整的一个重要特点,就是存款利率的下降幅度低于贷款利率的下降幅度,存贷利差进一步缩小,这意味着降低利率的收益全部让给了借款人,特别是负债较高的国有企业。据测算,仅第三次把贷款利率下调1.5个百分点,就减少国有企业650亿元左右的利息负担。第三次利率下调,对中长期固定资产贷款利率的降低幅度更大,这对国有企业增强技术改造能力,加快国家重点项目的建设,以及减轻中长期债务负担,都有重要意义。实际上,我们可以把这几次

降息理解为国家再以特殊方式补贴国有企业,形成较为宽松的经济金融环境,将有利于国有企业转换经营机制。

值得注意的是,国家给予国有企业各种名目的“照顾”和各种形式的“补贴”已经不是一次两次了,但效果却很不理想,这是有目共睹的。从实际情况看,对降息受惠最大的国有企业,并没有明显出现增利减亏的局面。有关资料表明,1994年国有企业的利润逐年滑坡,亏损在不断增加。1997年1~9月的数字表明,这种情况并没有好转,只相当于1996年全年利润的54.6%,而且亏损仍呈上升趋势,相当于1996年全年的80%。我们对利率杠杆带动国有企业经营机制转换的作用不能估计过高。当前国有企业经营机制转换迟缓的根本原因,在于其治理结构既缺乏激励机制又缺乏约束机制。要改变这种状况,股份制改革是重要途径。但目前我国不少上市公司,其股权中国有股和法人股占了极大的比例(1997年底占72%)。从国家股来看,长期以来国有资本产权虚置,造成“内部人控制”,这种状况至今乃未转变;从法人股来看,大多数法人股东本身也是国有资本占绝对主导地位,大多数法人股东本身都存在产权不明确问题,又如何能有效地监控自己参股的企业呢?至于个人股,由于其高度分散,所占份额小,谈不上能对上市公司形成有效的监控。如果不改变这种状况,中央银行降息的初衷是难以实现的。

银行存款利率的降低,将会刺激部分资金由储蓄转化为投资,扭转居民继续保持较高储蓄的倾向。改革开放以来,我国城乡居民的储蓄存款增加迅猛,1994年以来,年均以万亿的速度增长,大大超过当年的财政收入。在国家财政收入占国民收入比重大幅度下降(从1978年的31.2%下降到1996年的11.8%)、银行储蓄存款大幅度上升(从1978年的210亿元增加到1996年的4万亿元)的情况下,把城

乡居民的储蓄集中于国家银行,投入到经济建设中去,这本身是一件很有意义的事情。但是,城乡居民储蓄存款采取银行存款的单一形式,也有不可忽视的负面影响。这集中表现在银行信用资金运用的软预算约束,使银行因此承担巨大的风险。对于国家银行来说,由于其资金投向主要集中在目前经济效益欠佳的国有企业,风险很大(表现在不良资产比重很高);但对于城乡居民来说,把钱存入国家银行就等于把钱交给国家,是不承担任何风险的。由于国家银行对国有企业缺乏强有力的约束,不良贷款大幅度增加,目前已显著超过国家银行的自有资本金。要避免上述负面影响,需要进行多方面的改革。其中应采取的措施之一,就是发展资本市场,把居民在银行中的一部分储蓄逐步分流出来,拓宽直接投资的渠道。而三次减息,使得居民对金融市场的选择发生了变化,即利息降低对存款人的吸引力减弱,从而促使居民从银行向诸如国家债券、股票等回报率较高的金融品种转移。第三次利率下调后,国库券票面利率高出银行同期存款利率3个百分点还多,个人投资者减少银行存款量,将资金投向安全而且收益较高的国债市场是必然趋势。

三次降息后给股票市场带来的影响,则是一个较为复杂的问题。一个值得人们深思的问题是,尽管已经历了三次降息,城乡居民的储蓄存款仍然没有出现明显下降的趋势。这一方面说明,随着经济的不断发展,居民收入水平迅速提高;另一方面也说明,银行储蓄乃是中国百姓最传统和最信任的家庭和个人财产储备方式。虽然降息后使部分资金流向金融市场(在降息后的最初10个交易日中,深沪股市的总成交额从40至50亿迅速扩大到140至200亿之间),但并没有给资本市场带来长线投资者,相反却会引起市场的不断震荡。在降息的一年中,中国资本市场的主战场上海、深圳证券市场都出现连续的震荡。尤其是在每次降息前后都给股票市场带来明显的系统性风险。

这就涉及到股票上市公司的经营机制问题。众所周知,目前股票上市公司的质量并不高,而且还有下降的趋势。这主要是上市公司的机制不合理所造成的。现在我们决定哪家公司企业能上市是由行政审批的,这是典型的计划经济运行机制。到现在为止,中央已定过四次盘子。第一次是上市50亿元;第二次是上市550亿元;第三次是上市150亿元;第四次是上市300亿元。现在第三次的150亿元还没有

用完,那么后续的300亿元怎么办?这种由中央向省下达指标的办法,省里拿到指标,首先考虑的往往是困难较大、效益较差的国有企业,或者是微利企业。而微利企业股票上市,究竟能给股票市场带来什么呢?应当这样看,微利企业之所以不能取得较好的效益,其原因往往并不是在于缺乏资金,而是在于缺乏应有的市场竞争力。虽然股票上市有利于企业经营机制的转换,但在仍然由国家控股的情况下,这种变化毕竟是有限的。完全可以预料,许多微利企业在用完募股资金之后,仍然会陷入困境,这就有可能把银行风险转变为股市风险。在一个已经发展成熟的股票市场,微利企业是很难在其中进行融资的。但是,由于我国的股票市场处于发展初期,还很不成熟,存在严重的缺陷,导致股票市场价格和上市公司的业绩(效益)相脱节。这是许多股民所以热衷于短期性投机、而不着眼于长期性投资,以及不敢轻易把银行存款大规模分流于股票市场的根本原因。

银行存款利率的降低,从理论上说,必然会刺激消费品、尤其是高档耐用消费品市场的扩大,即必然会促使居民把部分存款分流出来,用于购买消费品、尤其是高档耐用消费品。但实践的结果则是三次降息后居民储蓄增幅的下降并没有带来消费需求的同步增长,或者说储蓄下降的幅度并不大。1997年消费市场在1996年相对走软的情况下有进一步萎缩的迹象。1997年1~9月社会消费品零售总额比1996年同期增长11.4%,增幅回落达8.3个百分点;扣除价格因素实际增长10%,增幅也回落达2.2个百分点,回落幅度近20%。分季度看,一季度、二季度、三季度的增长率分别为13.6%、8.9%、9.8%;扣除价格因素实际增长分别为10.7%、7.9%、9.8%。总体呈下降趋势。因此靠降息来促进消费市场复苏的效果并不理想。

其原因是多方面的:一是这三次降息是以不损害存款人的利益为前提的。对存款人来说,三次利率的下调,的确会使新增存款的利息收入大为减少。但以第一次利率下调为例,在这次利率调整前,一年期存款利率比同期零售价格涨幅高出6.17个百分点,比消费物价的涨幅也高出3.47个百分点,这在世界上任何国家都是少见的。即使这次利率调整后,居民存款的实际收益率仍分别比零售物价和消费物价涨幅高出4.37个百分点和2.27个百分点。二是我国的消费市场正面临着“断层”危机。当前老百姓对自行车、手表、缝纫机以及彩电、冰箱、洗衣机等许多

家用电器产品的需求已经达到基本饱和,而住房、汽车这类“超级消费品”的消费热潮还未到来,使得消费品市场难以进一步启动。三是金融资产分布不均匀,80%的金融资产掌握在20%左右的人手中。而随着收入水平向一部分阶层集中,使得这部分人的消费支出在达到一个相对较高的稳定阶段之后,收入的再增加将不再有增加消费支出的需求,而近乎全部变成储蓄。四是相当一部分金融资产不是来自持久性收入,而是来自暂时性收入和稳定性收入,也就是说,即使现期收入较高,未来收入预期却是很不确定的。因而不敢贸然把这部分收入转化为消费,而是转化为储蓄,为的是“以丰补歉”。五是相当一部分存款是为了弥补社会保障体系不完善,如子女上学、养老、失业、生病等方面的费用。

从银行的角度看,三次降息将使储蓄增幅减缓,同时由于贷款利率降幅大于存款利率降幅,银行实际上将蒙受一定的损失。而这种损失必然形成银行外部压力机制,它迫使银行以此为契机,把注意力从单纯揽储转移到发展中间业务上来,这就有利于增强银行的竞争力。银行要在市场竞争中立于不败之地,就必须把自己的经营重心,由数量型转为效益型,千方百计地提高资金的利用率和生产率。在计划经济体制下,银行的存款几乎都转成了投资,政府批项目,银行就出钱。而近一二年来,银行逐渐向商业银行转变,它们的运作开始有了独立性,政府也强调企业要自负盈亏,不能无限制地依赖银行的钱为亏

损补窟窿,于是银行的钱开始出现积压,这种存贷差还有扩大趋势。对于银行来说,一方面是资金积压,一方面是贷款利率降幅比存款利率大,因而所面临的挑战将是更加严峻的。

通过三次利率的下调,使得我国的资金价格向国际市场价格靠拢,即缩小了人民币利率与国际市场外币利率的差别,这就有利于防止投机者进行套利交易,从中渔利;利率作为借贷资金的价格,已经基本上和国际资金实现了价格接轨,极大地改变了我国资金价格明显高于国际资金价格的局面,这对于国内外资金的合理流动都有重要的意义。在三次降息前,中国比美国的基本利率高3.56个百分点,相差达41.8%,中国和韩国的利率水平基本一致。但三次降息后中美利差大幅度缩小到0.14个百分点,仅相差1.64%。中国与美国的存款利率水平在三次降息后已基本接近。这意味着中国进一步降息将可能造成中外利差的反向运动。即必然会引起部分外资的回流(外流)。当然,因降息而导致一部分短期国际投资性游资的撤离,会给中国国内金融市场带来正面的作用,但我们却无法估计会有多少其他外资回流,以及外资回流中非正常外资的比例有多少,将会给国内市场带来多大的影响,这些负面效果可能会对国内吸引外资带来中长期的不利影响。对此我们必须有清醒的认识。

(作者单位:厦门大学经济系)

责任编辑:张友双

(上接第23页) 会带来一定程度的经济萧条,从而影响到货币的对内价格进而影响到市场主体的信心和预期,造成本币汇率的走软。

四、人民币汇率走势前瞻

综上所述,1998年人民币对美元的走势会保持一种稳中适当有所回调的趋势。在年初,由于适度从紧政策下宏观形势的继续向好,人民币会基本保持今年年末的走势,即稳中略有上升,但升幅会逐渐缩小。以后在上述不利因素的作用下,会有小幅度的回调,但由于适度从紧货币政策的长期性以及由此决定的中国经济形势的长期稳中求进,会对人民币汇率走软有一个强有力的支撑作用,从而使得人民币同美元汇率在一个适宜的水平上长期保持较为稳定的趋势。

(作者单位:陕西财经学院研究生部)

责任编辑:张友双